

财富  
攻略

# 揭开数据背后的逻辑与真相

实体经济矛盾重重，忙碌的国人何时才能摆脱财富焦虑？  
投资市场不可预测，投资者如何学会自己“挖地雷”？

# 中国经济 站在了十字路口？

叶檀 等著

直击中国经济软肋  
追问经济问题本质



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

# 中国经济 站在了十字路口？

揭开数据背后的逻辑与真相

叶檀 等著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济站在了十字路口? / 叶檀等著. —北京: 北京大学出版社, 2013.8

ISBN 978-7-301-22734-3

I. ①中… II. ①叶… III. ①中国经济—通俗读物 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 142811 号

书 名: 中国经济站在了十字路口?

著作责任者: 叶檀 等著

责任编辑: 李东

标准书号: ISBN 978-7-301-22734-3 / F · 3654

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 新浪官方微博: @北京大学出版社

电子信箱: [zpup@pup.cn](mailto:zpup@pup.cn)

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62570672 编辑部 62764976 出版部 62754962

印 刷 者: 世纪千禧印刷(北京)有限公司

经 销 者: 新华书店

787 毫米 × 1092 毫米 16 开本 16.5 印张 180 千字

2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷

定 价: 42.00 元

---

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: [fd@pup.pku.edu.cn](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

代序▶

## 中国未来经济三预测

为增长而增长，乃癌细胞生存之道。

——爱德华·艾比

### 2013年经济三预测

2013年是力倡改革之年，改革既要支付成本，也将获得红利。对于2013年的中国经济，笔者做下面的三个预测。

第一，围绕中国城镇化的配套改革开始启动。2012年底，地方政策开始落实异地高考，随迁子女异地就读职业技术学校的障碍被清除，异地中考、高考的障碍清除了一小部分。2013年户籍改革将启动，城镇化户籍，以及珠三角、长三角户籍地区的改革可能有所放松。而收入分配体制改革，遭遇的巨大阻力并未消减，预计进步不会太大。

作为经济改革的重要环节，税收改革还将延续，从营业税改增值税开始，消费税的改革、房产税试点的扩大，都将成为重头戏。

第二，全球量化宽松的货币政策还将持续。日本无限制的量化宽松政策给全球2013年的货币战埋下了伏笔，各国竞相压低汇率促进出口就业，试图以此走

出经济紧缩的困局。

货币无法缓解需求不足、分配不公与产能过剩。硝烟四起的货币战中，中国货币政策将在夹缝中生存，既不能加息以防吸引热钱，又不能降息以防通货膨胀，社会融资总量还会上升，债券市场将起到越来越重要的作用。中国要面对的是债务风险与结构调整的双重考验。

2012年债务上升和融资加剧显示：企业现金流恶化与投资增加并存。2012年12月21日，财经网转引全球数据提供商 Dealogic 的统计数据：2012年至今中国债券发行量已高达4511亿美元，较去年同期的2691亿美元上升68%，创历年同期新高，并超越2011年全年债券总额的2907亿美元。中国发债规模也由2011年的全球第七位跃升至2012年的第三位，仅次于全球发债大国美国 and 德国。金融业发行债券582亿美元，占10亿美元或以上交易总额36%；建筑业债券发行量达670亿美元，较去年同期的218亿美元增长了三倍，占中国债券市场总量的15%，创历年同期发行量和市场份额新高。

第三，中国资本货币市场略好于2012年。股票、房地产在2012年四季度已经启动。

从12月开始内地A股市场的升势，被认为是中国经济复苏的标志。持乐观态度的人一定忘了希腊经济一筹莫展而股市大涨的情景。

虽然深陷债务危机漩涡，欧美主要股市表现亮眼。截至2012年12月24日，美国标普500指数2012年以来累计上涨13.4%，道琼斯工业指数上涨7.5%，纳斯达克指数上涨15.6%。2012年9月14日，标普500指数盘中一度上涨至1474.51点，是过去5年来的新高。斯托克斯欧洲600指数2012年以来累计上涨14.7%，欧洲市场主要股指英国富时100指数上涨6.6%，法国CAC40指数和德国DAX指数分别上涨15.9%和29.5%。希腊雅典证交所综合指数自6月5日所创低点476.4点强劲反弹88%至12月21日的896.9点，2012年以来其累计上涨32%，排名世界股指涨幅前三位。

欧洲股市上升证明短期内市场受到货币宽松的影响，把债务与通胀抛到了脑后。投资者把债务当作常量，着眼于央行的货币宽松政策，以短暂的市场欢愉忘掉产能过剩、债务压顶的痛苦。

内地市场信息的投资者最抱怨的是，为什么中国经济数据如此亮丽，股票市场表现却全球垫底？他们当然知道影子银行的危害，知道地方政府的负债量，股市制度性圈钱因素未除，即使知道上述所有原因，都不足以消除股价下跌的痛苦，他们不停地呐喊，股市应该回暖。

决策者不可能充耳不闻，拉动股市只有两招，或者像美国、日本央行一样大规模发钞，或者进行大规模投资，拉动基础设施建设。

从2012年年中开始，中国的投资额开始上升。2012年7-8月，据不完全统计，有13个省市发布大规模经济刺激计划或稳增长措施，涉及金额已超过10万亿元。其中，广东、天津、山西、重庆、福建、贵州的投资计划均超万亿。到2012年12月，发改委审批通过的重点项目已达近百个。作为重要的固定资产投资，房地产作用仍然突显。

如果2013年央行大规模放松货币，股票市场将继续上升；如果央行保持稳健，考虑到达万亿以上的限售股减持以及800多家排队等待上市的公司，A股市场将出现震荡回落态势。A股市场升跌将取决于货币与投资是宽松还是紧缩，2013年有500点左右的上升，是大概率事件。

### 2013年房地产：稳步上升

从2012年第四季度开始，房地产市场强劲反弹，2013年房地产在控制的呼吁声中继续上涨。

2012年房地产市场的特点是分化，由于经济景气周期下行，以及出口大幅下降，导致以单一资源为主的中小城市（如鄂尔多斯）、以外向型出口为主的中小城市（如温州、东莞）的房价下降，如冰山融化。

也许因为冰山融化惊吓到了某些人，也许因为地方财政的警报开始拉响，从2012年年中开始，房地产市场出现逆转，开发商开始以低价检选土地，下半年大规模进入市场，到四季度地价上升，以至于某些地方政府不得不以行政手段中止企业拿地。从年中开始，北上广深一线城市价格坚挺、成交量上升，其他省会城市房价开始抬头，到第四季度趋势已经十分明显。房地产市场由淡转旺，其背景是刚性与改善型需求主导、表面上限购限贷仍在严格执行。可以想象，一旦房地产政策放松，房地产市场将如何火爆。

2013年，房地产市场稳中有升。

第一，主导房地产市场的首先是城镇化。农民无论是自愿上楼还是被动上楼，都需要“楼”。假如未来十年有4亿农民朋友进入城镇，如果他们手中拥有征地而来的第一桶金，通过商品房解决农民进城的住房问题，那么市场必须提供给他们足够的商品房；如果进城的农民朋友大部分征地款被剥夺，那么地方政府必须提供足够的保障房，羊毛出在羊身上，分配给农民朋友的保障房等支出必须通过房地产收益得到补偿。所以，成本就是房地产，40万亿的成本，需要多少房地产支撑？女人永远缺少一件衣服，地方政府永远缺少社会保障的一块资金。

第二，基建投资需要土地杠杆。城镇化进入快车道，中国需要大规模基建，2013年轨道交通等基础设施投资还将大干快上：中央重点工程由央企负责，各地基础工程基本上都由各地城投公司负责，城投公司发城投债、到银行借贷，最重要的抵押品、资产评估就是土地，失去土地，就像火箭失去燃料，还做什么基建？还建什么轨道交通？

乐观的说法是，可以利用民资。确实，中国存款将近百万亿，民资作用不可小觑。城投债或者信托就是利用民资的重要方式，除非造假，仍然需要抵押、担保、风险等级评估。而从温州等地的轨道交通民间集资情况看，民资对于入股、集资轨道交通兴趣缺乏，一方面是因为公益项目赢利前景黯淡，需要政府补贴，另一方面，是担心无法拥有相应的管理权与收益权，甚至担心最终被“关门打狗”。

从历史经验看，这样的担忧绝非庸人自扰。

第三，货币相对充裕。由于投资扩大、基建上马，全球主要央行发钞，投资货币与全球套利货币四处蔓延。

从2012年第四季度开始，热钱开始冲击中国香港地区，导致香港金管局释放千亿港币、几十次干预汇市，以压低港币汇率。2013年，全球热钱流动势头有增无减，国内资金流动到发达经济体进行资源、品牌、技术并购，而大规模的移民推动了人口、资金进入地的房价。发达国家借入零利率的美元、日元，在全球寻找套利机会。可以肯定，中国货币政策将比2012年略有宽松，以适应投资增长，全球主要央行的零利率抑制了中国央行的加息空间，2013年真实汇率还将继续上升，名义汇率加上通胀都处于小幅上升区间，尤其是通胀的预期，正在逐渐加重，导致人们购买资产的热情上升。

不可忽视，2013年还有两个特点，房地产市场继续分化，温州、鄂尔多斯、邯郸等地回升无望，冰山从边远地区融化，而大部分省会以上核心城市房价还会上升。另一个特点，房价上升半遮半掩、欲说还羞，有关方面意识到房地产泡沫在将来的危害，因此房地产政策继续紧缩，而实际需求与经济决定了房地产市场上涨的内生动力。尽管一步三回头，尽管戴着原罪的帽子，尽管无数骂名，房地产市场还是在往上走。

市场有逻辑，路径依赖也有逻辑，骂声与政策不可能消除逻辑。

### 2013年股票市场：震荡不休

2012年股票市场以第四季度艰难的上扬给市场信心。2013年，中国股票市场将继续震荡，价格中枢有所抬升。

从股市的三大变量来看，第一个变量实体经济数据将有所好转。数字好转始于2012年第四季度，房地产市场回暖、基建投资上升、对来年投资的憧憬，使得银行股与部分周期性股票上升。



2013年将延续投资趋势，基于经济一体化的中西部投资、基于城镇化的轨交投资、基于美丽社会的节能环保新能源等，均是投资重点，另一方面，对于制造业转型的鼓励将会提升，精密仪器、大飞机、军工等投资还将增加，这也就意味着，2013年将以投资拉动经济，强有力的投资保障了宏观经济数据的好转。

市场并非一帆风顺，由于债务、银行不良率、利率市场化导致利润下降等综合因素的作用，银行股价高低起伏不定。与此同时，由于产能过剩的顽疾未能解决，周期性股票也将时涨时落。

有媒体以外资购入中银股论证银行股逆转就此走出颓势。从2012年8月开始，QFII的确在这一期间大举抄底包括银行股在内的A股蓝筹股。中国证监会下属的投资者保护局证实，2012年8月份以来QFII持续大幅增仓买入蓝筹股，2012年8月、9月、10月QFII账户对沪市股票的单月净买入额分别为2012年前7个月净买入总额的3倍、9倍和10倍。针对沪深300成分股中沪市股票，10月QFII单月净买入额是2012年前7个月净买入总额的40倍。

这一现象可以解释为QFII在进行价值投资，不过，不要忽视，就在部分外资小规模买入中资银行股的同时，汇丰正在出售中国平安。事实上，金融危机以后，作为中国金融机构战略投资者的外资进入了密集的羊毛收割期。瑞银于2008年的最后一天抛售了33.78亿股中行H股，美国银行2009年1月7日抛售56.2亿股建行H股，同日，香港李嘉诚基金配售中行20亿股股份。苏格兰皇家银行、淡马锡等机构于2007年就减持了中行、建行。目前这些金融机构从事波段操作，不再重提战略投资的往事，并且，一手做多一手做空，或者做多银行股通过指数做空，成为常见的对冲手段。在民生银行等案例上，这些手段被玩得炉火纯青，老虎亚洲基金甚至违规利用内幕交易对冲获取暴利，而受到美国证监会的严厉处罚。

第二个变量是估值，估值并不处于绝对最低，静态估值低不等于动态估值低。银行目前估值最低，但随着赢利下降或者温州等地、光伏等行业不良率上升，其

市盈率将迅速上升。除去银行等蓝筹股，中小板、创业板估值优势并不明显。

根据证监会投保局的数据，截至2012年11月末，沪深两市平均市盈率为13.25倍，沪深300指数成分股的市盈率更在10倍左右，股息率达3.05%，而美国标普500指数成分股的市盈率则在14倍左右，股息率则为2.19%。显然，这样的计算有失公允，如果把战略投资者、大股东的获利刨除在外，中小投资者所获得的股息率将大降。更不必提，一些上市公司给予红股、现金红利就是为了获得再融资的门槛。

A股市场有投资释放、估值较低时候的投机价值，在基本制度改变之前大谈投资价值为时过早。除了少数上市公司外，其他公司都不配“价值”二字。至于中小投资者的利益是否得到了捍卫，看看黄光裕内幕交易案的结果就清楚了，股市是个利益场，各种力量搅做一团，绝非一家能定乾坤。

第三个变量是货币，货币是催生2013年行情的主要动力。全球主要央行发放的货币无法真正带动实体经济发展，却能够催生投资热潮。2012年债务危机下的希腊股市大涨，印证大量货币可以抬升短期股市这一真理。

随着中国投资热再次兴起，货币发放将维持在正常偏上的水平，即广义货币在14%偏上的水平。投资、股市、债市、货币、楼市，五位一体，见证着中国货币将在稳定经济中起重要的作用。另外，越传越热的地方社保基金入市如果成真，将催生一轮大行情，社保基金将成为拯救大部分投资者的上帝。

最后，不可忽视的是投资手段发生了巨大变化，目前股指期货具有对冲功能，绝大多数投资机构与成熟的个体投资者摆脱了单边多空行情，转而进行对冲，导致股指上行不远。未来如果融券能够大规模落实，投资者会拿着放大镜，检视造假、内幕交易的个股，个股将再现指数震荡的现象。

2013年，股市在目前点位到3000点之间来回震荡，由于数据与信心好转，导致价格中枢上移。股市上行靠货币与投资，下行来自于周期性恐慌。要强调的是，股市公平基础制度的建设远未成功，市场略有上升并非股市公平的体现，而

是为下一轮投资冲刺做好准备。

### 2013年宏观经济数据：好于2012年

2013年中国宏观经济数据将好于2012年。

中国正在进行一场城镇化“豪赌”，工业化时期的大规模投资仍将延续。在经济数据企稳的过程中为经济结构调整腾出空间，这既是林毅夫的胜利，也是中国2012年实体经济下行倒逼的结果。

在实体经济下挫、企业四顾茫然之际，政府主导的投资与产业升级再次提上议题。2012年重大的经济学讨论是中国需不需要政府主导的大规模投资。从世行卸任的林毅夫先生对此充满信心，在2012年9月11日召开的2012天津夏季达沃斯论坛上他表示，中国经济仍将在未来20年保持每年8%的增长。其前提是，中国这样的工业化中途国家，政府在基础设施的投资、产业升级的推动方面都起到不可替代的功能，市场进行资源配置具有基础作用，而政府在产业升级和技术变革中起到因势利导和甄别选择作用。对于中国消费数据的低估，对于中国投资数据的重新解读，在投资主导的阵营中，林毅夫先生有一连串的同盟军。

理论争议未休，2012年实体企业的困境使得天平向投资倾斜。2012年第三、四季度投资已呈现全面回暖态势，据《每日经济新闻》统计，截至2012年12月24日，2012年的最后一个月，国家发改委公布的重大项目通过审核项目名单已达94个。11月份共审核通过17个项目，10月份通过75个项目，9月份高达147个项目。

2013年的投资总额将继续上升，轨道交通、城镇化、能源、环保、三农、高端制造业服务业与中西部地区将成为投资重点，尤其围绕城镇化，大量资金将进入这一领域。

虽然重点投资领域很多，但基础建设的目标只有一个——城镇化。由发改委主导的《促进城镇化健康发展规划(2011-2020年)》初稿编制完成，称“城镇

化在未来十年拉动 40 万亿投资”。预计 2013 年围绕城镇化的系列配套改革措施将出台，主要包括户籍制度、社会保障、医疗卫生及教育等方面。

如果说前十年是由高速公路、汽车、房地产拉动的投资消费上升，辅之以出口红利，那么，未来十年中国将进入轨道交通主导的以城市群拉动投资与消费的十年。轨道交通的重要性已经毋庸置疑。据《华夏时报》报道，国家发改委运输所近日完成的报告披露，2012 年获批的轨道项目共计 14 条段，里程 419.69 公里，车站 308 座，批准投资共计 2650.19 亿元；2013 年城轨投资规模在 2800 亿元左右。另据媒体在 2012 年 11 月披露，铁道部暂定 2013 年全国铁路的基本建设投资计划为 5300 亿元，略高于 2012 年年初计划的 5160 亿元规模。

地方政府投资争先恐后，2013 年各地政府投资规划如火如荼。2012 年 12 月 20 日，南京市发改委主任黄澜称，预计 2012 年全年完成投资 4600 亿元以上，增长 15%，高于 GDP 增幅 3 个百分点。随后，杨卫泽市委书记在讲话中对 2013 年的发展目标提出了更高的要求：“南京全市的投资指标至少要增长 16 个点。”岂止南京，贵州、甘肃等地无不推出了大规模投资规划。预计此轮投资规模从长远看将超过 4 万亿，与上轮不同的是在资金来源、投资重点等方面。

在投资热潮推动下，预计 2013 年的主要宏观经济数据将超过 2012 年，在投资的鼓动下，投资者的信心似乎也将上升。

不可忽视的是，随着投资大幅增长的负债，除非未来城镇化进展顺利，投资效率提升，否则，债务雪球将越滚越大。投资造就了复杂的影子市场。在影子市场许多产品都是非保本产品，万一违约将引发严重的社会问题。

国人该做好准备。未来城市人口将大幅增加，主导行业出现变化，新的企业恐龙取代旧的恐龙，城市稀缺产品（如教育等）的隐性价格会进一步提升，最终，货币的购买力也将出现较大幅度的下降。看看美国吧，百年间货币购买力下降 70%。

## 目录>

代序 / 001

中国未来经济三预测

第一篇 / 001

谁偷走了我的“银子”？

1. 被绑架的柴米油盐 / 002
2. 天价茅台，为谁而饮？ / 009
3. “苹果派”时代的电子消费 / 021
4. 高油价背后的“真正推手” / 030
5. 廉价航空究竟能飞多远？ / 042
6. 车市价格战与经济寒冬 / 048

第二篇 / 055

房价凶猛，谁将最伤？

1. 跷跷板上的买房者与卖房者 / 056
2. 开发商的寒冬宛如一个遥远的童话 / 062
3. 商业地产的野蛮生长 / 070
4. 地价上涨解套地方债务 / 077
5. 限购令，究竟限住了谁？ / 082
6. 高房价背后的居民真实收入 / 090

## 目录 >

第三篇 / 095

### 转型行业的喜乐与哀愁

1. 内扰外侵，夹缝中生存的电子书行业 / 096
2. 视频网站的风云争霸 / 104
3. 1300 亿将砸出一个怎样的中国影视？ / 111
4. 愤怒吧，中国动漫！ / 117
5. 旅游新向标：足不出户搞定万里行 / 123
6. 钢铁老大的浮沉录 / 129
7. 手机业：聚宝盆里的新宠 / 134

第四篇 / 141

### 曲线图里的中国经济

1. 那些年我们买的第一只股票 / 142
2. 追问“熊”事，诊脉归真堂 / 147
3. 投资民企的风险何在？ / 154
4. 金属大宗商品的十年牛市真的结束了吗？ / 160
5. 股市风云：有财富的地方就有风险 / 165

## 目录 >

### 第五篇 / 175

## 中国经济正在被世界包围

1. 全球经济的新特征 / 176
2. 日韩经济对我们的映照 / 182
3. 欧洲崛起的秘密武器 / 187
4. 美国的吸金大法 / 191
5. 中国经济的突围 / 199

### 第六篇 / 207

## 中国人的财富保卫战

1. 百姓理财新抉择 / 208
2. 福布斯榜单上的财富风云 / 216
3. 26 亿买大象：财大者才会气粗 / 221
4. 让阳光洒满民间资本 / 229
5. 电商之战：烧钱的狂想曲？ / 234

### 结 语 / 241

## 未来十年中国经济三大重点

## 谁偷走了我的“银子”？

---

如今的一元钱，究竟能买什么？在钱越来越不禁花的年代，真是要一块钱掰成两半花。除了买一份晚报、打一次电话外，一元钱意味着什么？它可能是大部委机关食堂的一顿午饭，打工者街头一顿勉强果腹的早点，学生澡堂的两次洗澡……关于物价上涨的讨论甚嚣尘上，而对于老百姓来说，最直观的感受就是“钱越来越不禁花了”。通货膨胀导致普通老百姓的生活陷入了一个“抵抗通胀”的怪圈中。



我们的晚餐并非来自屠宰商、酿酒师和面包师的恩惠，而是来自他们对自身利益的关切。

——亚当·斯密 《国富论》

## 1. 被绑架的柴米油盐

### 市场的真相

有些东西涨价在我们的意料之中，比如说上海的房子，比如说情人节的玫瑰花，但是有些东西的涨价却出乎所有人的意料。似乎在突然之间，所有的生活用品都走上了涨价的通道，比如猪肉的价格在短短两年里就翻了一番。为什么我们的生活成本越来越高？哪些因素抬高了我们的生活成本？各种涨价什么时候才会结束呢？这一系列的问题困扰着社会中的每一个人。我们每个人都如此真实地感受着通货膨胀给我们带来的生活压力。可是，当我们看到统计局的数据时，却发现这些数据实在与我们的切身感受有着天壤之别。

为什么我们对于通胀的感受和统计局统计的结果有如此大的偏差？面对统计局的“离奇数据”，我们都会很直观地认为统计局有问题。但是，我们是否意识到了：我们对降价的东西其实并不敏感。比如电子产品一直在降价，十年前，买一台彩电要几万块，而现在呢，可能只需要几千块；十年前，一辆桑塔纳汽车是二十多万，而现在只需要几万块。除此之外，还有一些大家容易忽略的方面，比如两年前一部三千块钱的手机，现在可能跌到了几百块钱，但是如果我们要买一部手机，可能还是会去买两三千块钱的手机，而不是这个只需几百块就能买到的